

El ahorro de empresas y el gasto agregado en consumo.

Francisco Javier Ayerbe Cortés

*Departamento de Teoría Económica
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de Barcelona
Avda. Diagonal, 690 - 08034 Barcelona*

**El ahorro de empresas y el
gasto agregado en consumo.**

RESUMEN

El objeto del artículo es mostrar la influencia que las políticas de reparto y retención de beneficios, tienen en el gasto agregado en consumo.

La influencia de una política de mayor o menor reparto de beneficios sobre el gasto agregado en consumo, depende inversamente del grado de sustitución entre el ahorro personal y el ahorro de empresas (beneficios retenidos).

Cuando la sustitución entre ambos componentes del ahorro privado es perfecta, esto se manifiesta en una igual propensión al consumo de rentas distribuidas y rentas retenidas.

A nivel empírico, los resultados obtenidos en diversos países y áreas (incluida España) muestran una significativamente mayor propensión al consumo de rentas distribuidas en relación a retenidas, rechazándose la hipótesis de perfecta sustitución entre ahorro personal y ahorro de empresas.

**Corporate Saving and the
Aggregated Consumption
Expenditure**

ABSTRACT

The purpose of this article is to point out the influence of the pay-out financial policy on the aggregated consumption expenditure.

The influence of different dividend policies on the aggregated consumption, is inversely related with the degree of substitution between personal saving and corporate saving (retained profits).

If the substitution between the components of private saving is perfect, the distributed and retained incomes have the same propensity to consume.

The empirical evidence for several countries and areas (Spain included) shows a significantly greater propensity to consume distributed than retained incomes, rejecting the hypothesis of perfect substitution between personal saving and corporate saving.

El ahorro de empresas y el gasto agregado en consumo*.

I. INTRODUCCIÓN

El objeto del artículo es mostrar la influencia que las políticas de reparto y retención de beneficios por parte de las empresas, tienen en el gasto agregado en consumo de las economías domésticas.

El que las empresas a través de sus políticas financieras de reparto y retención de beneficios puedan influir, además de en la renta disponible, en el gasto agregado en consumo, dependerá inversamente del grado de sustitución entre el ahorro personal y el ahorro de empresas (beneficios retenidos)¹ dentro de la composición de la riqueza privada.

Cuando exista perfecta sustitución entre ambos componentes del ahorro privado, una política financiera más restrictiva en el pago de dividendos afectará a la cuantía de la renta disponible, pero no así al gasto en consumo privado. El mayor ahorro de empresas será compensado con un menor ahorro de economías domésticas.

La inclusión de los beneficios retenidos como variable explicativa del gasto en consumo, nos proporciona la siguiente especificación de la Función Consumo:

$$C = C_0 + \alpha_1 Y^D + \alpha_2 S_{EMP} \quad [1]$$

en donde:

* Este artículo está basado en la segunda parte de la Tesis que con el título de "El Ahorro de Empresas" fue presentada por el autor en la Facultad de C.C.E.E. de la Universidad de Barcelona (septiembre de 1988).

1. La cuantía de ese ahorro de empresas en relación a la renta nacional, depende de la participación de las rentas de la propiedad en la renta nacional, por la participación de los beneficios en las rentas de la propiedad, por la participación del ahorro de empresas en los beneficios.

Una mayor participación de los beneficios en las rentas del capital favorecerá un mayor ahorro de empresas, siendo esta participación reflejo de la estructura financiera de la empresa tipo de la economía.

C: Gasto agregado en consumo.

Y^D : Renta disponible de las economías domésticas.

S_{EMP} : Ahorro de empresas neto (beneficios retenidos).

A partir de esta Función Consumo podemos obtener la Función de Ahorro de economías domésticas (S_{ED}) y la Función de Ahorro privado (S_{PRIV}).

$$S_{ED} = -C_0 + (1 - \alpha_1) Y^D - \alpha_2 S_{EMP} \quad [2]$$

$$S_{PRIV} = -C_0 + (1 - \alpha_1) Y^D + (1 - \alpha_2) S_{EMP} \quad [3]$$

Con perfecta sustitución entre los componentes del ahorro privado, los parámetros α_1 y α_2 tendrán igual valor. En este caso, el mayor o menor reparto de dividendos afectará a la cuantía de la renta disponible, pero no al gasto en consumo ni al total de ahorro privado².

II. AHORRO DE EMPRESAS, AHORRO PRIVADO Y GASTO AGREGADO EN CONSUMO: TEORÍA Y EVIDENCIA EMPÍRICA.

La hipótesis de sustitución total, o casi, entre ambos componentes del ahorro privado se encuentra enunciada en los modelos sobre el consumo y ahorro que emanan de las teorías del “ciclo vital” y “renta permanente”.

M. Friedman (1957) parece creer en una relación de sustitución, por lo menos parcial, entre los dos componentes del ahorro privado³.

De igual modo, F. Modigliani — R. Brumberg (1954), R. Brumberg (1956) y A. Ando — F. Modigliani (1963) no distinguen entre rentas de la propiedad distribuidas o retenidas en la empresa. El ahorro de empresas se debe incluir en las rentas de la propiedad y en el ahorro personal, como una extensión de los ingresos y ahorro de economías domésticas.

Para estos autores, las empresas no pueden afectar al gasto en consumo privado, solamente pueden alterar la distribución del ahorro privado entre ahorro de economías domésticas y ahorro de empresas.

En contraposición a esos modelos, el comportamiento de perfecta sustitución no era aceptado por J.M. Keynes (1936), R. Harrod (1948) ni por los autores postkeynesianos de Cambridge.

2. Aunque sí a la composición de ese ahorro privado entre ahorro personal y ahorro de empresas.

3. M. Friedman: “A Theory of Consumption Function”. 1957. Págs.: 57, 73, 74, 75, 116, 123.

Para Keynes, el gasto agregado en consumo viene influido por la distribución de la renta nacional, lo que implica una mayor propensión al consumo de rentas distribuidas en relación a retenidas, debiéndose entender las rentas no distribuidas en términos netos⁴.

La mayor propensión al consumo de dividendos en relación a beneficios retenidos, equivale a una pequeña o casi nula sustitución entre el ahorro personal y el ahorro de empresas neto.

Ese ahorro de empresas podía obedecer a diversos motivos, con sus correspondientes colocaciones: realizar inversiones, asegurar recursos líquidos para hacer frente a la incertidumbre, o hacer una reserva financiera para la devolución de deuda y recuperación del coste del activo⁵.

R. Harrod, aún admitiendo la diferente motivación del ahorro de empresas en relación al ahorro personal, considera que ambos tipos de ahorro privado sirven a los mismos fines.

Sin embargo, el mismo autor encuentra razones para concebir que esa clase de ahorro exceda del total que los individuos estarían dispuestos a ahorrar para fines privados⁶.

Asimismo, en los modelos postkeynesianos de Cambridge, el ahorro de empresas es una de las causas principales que justifica la hipótesis de una mayor propensión al ahorro de rentas de la propiedad en relación a rentas del trabajo.

N. Kaldor (1956) justifica el mayor valor de la propensión a ahorrar beneficios (y menor de la propensión a consumir) basándose en que la masa de beneficios aparece en forma de beneficios de empresas, y éstas se reservan o retienen una elevada proporción de los beneficios marginales. Se supone, pues, una propensión al consumo de ganancias de capital, debidas a beneficios retenidos, de valor menor que la correspondiente a dividendos⁷.

La estimación de una Función Consumo agregado con inclusión de beneficios retenidos, para diversos países y áreas, muestra una significativamente mayor propensión al consumo de dividendos que la correspondiente a beneficios retenidos.

Así, M. Feldstein (1973) encontró para la economía estadounidense (1929-1966) una mayor propensión al consumo de renta disponible: 0,75, que de beneficios retenidos: 0,5.

4. J.M. Keynes: "La Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero". 1936.

Cap. 8, sección I, pág. 88.

Cap. 8, sección II, pág. 89.

Cap. 8, sección III, pág. 91.

Cap. 10, sección III, pág. 113.

5. J.M. Keynes: ob. cit. Cap. 9, sección I, pág. 102.

6. R. Harrod: "Hacia una Economía Dinámica". 1948, pág. 62.

7. Son las empresas, en cuanto diferentes de sus propietarios, las que se ven obligadas a crecer para sobrevivir a la competencia, estando ese crecimiento ligado a la formación de un importante ahorro de empresas.

A. Auerbach (1982) reestimó la ecuación de M. Feldstein para el período de 1960 a 1982, obteniendo una propensión marginal a consumir de valor nulo en esas rentas no distribuidas.

Para la misma economía estadounidense, y en el período de 1951 a 1974, P. Howrey y S. Hymans (1978) estimaron varias funciones explicativas del ahorro personal, en las que una de las variables independientes era el ahorro de empresas.

Lo más interesante de los resultados de esas ecuaciones⁸ es que el grado de sustitución entre el ahorro personal y el ahorro de empresas disminuía a medida que se empleaba un concepto de ahorro personal cada vez más amplio (con inclusión del gasto en bienes duraderos de consumo y/o el gasto en vivienda propia).

La explicación económica de ese resultado estriba en que las acciones representativas del ahorro de empresas, son sustitutivos próximos de algunos activos financieros en que se materializa el ahorro personal, pero bastante menos sustitutivos de activos financieros muy líquidos o activos reales.

Los resultados de los trabajos enumerados para EE.UU. parecen incompatibles con la estabilidad del ratio de Ahorro Privado Bruto/P.N.B. encontrada por Denison (1958) para el período 1948 a 1958, o la presunta estabilidad del mismo señalada por P. David — J.L. Scadding (1974) para el período 1896 a 1969.

Los resultados obtenidos en otros países y áreas no son sustancialmente diferentes a los mencionados para la economía estadounidense.

A este respecto, E. Malinvaud (1986) halla para la economía francesa, en el período de 1960 a 1983, una propensión al consumo de la renta distribuida no salarial: 0,74, inferior a la correspondiente a salarios y transferencias: 0,87, pero de mayor valor que la debida a beneficios retenidos: 0,3.

F. Modigliani (1970) en un análisis cross-section para una muestra de 36 países, de 1952 a 1959, prueba la perfecta sustitución entre el ahorro de empresas y el ahorro personal (con exclusión del gasto en bienes duraderos de consumo) dentro del ahorro privado.

No obstante, esa perfecta sustitución se desvanece cuando se incluye la variable representativa del nivel absoluto de renta "per cápita" en la explicación del ratio de ahorro privado.

Finalmente, A. Marchante (1986) en un análisis de 13 países de la O.C.D.E., en el período comprendido desde 1960 a 1980, y en un análisis conjunto de serie temporal y cross-section (221 observaciones),

8. Esos resultados deben entenderse con los reparos que implica estimar una ecuación en la que las variables independientes están expresadas en diferencias, y además la variable dependiente aparece en términos absolutos y retrasada un período, como integrante de las variables independientes.

muestra que no puede distinguirse la propensión al consumo, a corto plazo, de salarios y rentas de la propiedad distribuidas.

Es la inclusión de los beneficios retenidos en las rentas de la propiedad, la que finalmente hace que las categorías funcionales de renta: del trabajo y del capital, tengan diferente propensión al ahorro en el largo plazo.

En las Tablas 1 y 2, reproducimos algunos de los resultados de los trabajos anteriormente mencionados, o que se pueden deducir a partir de ellos.

TABLA 1

TRABAJOS SOBRE LA FUNCION CONSUMO CON INCLUSION DE BENEFICIOS RETENIDOS PARA LA ECONOMIA ESTADOUNIDENSE

M. Feldstein (1973)⁹

$$C_t = 41 + 0,57 Y^D_t + 0,18 Y^D_{t-1} + 0,024 W_{t-1} - 0,12 G_t + 0,49 BR_t + 2,29 V_t$$

(0,06) (0,04) (0,08) (2,21) (0,1) (0,89)

Período: 1929 a 1966, $R^2 > 0,99$, D-W = 2,03 () : desviación típica.

A. Auerbach (1982) Reestimación de la ecuación de Feldstein¹⁰

$$C_t = -0,81 + 0,61 Y^D_t + 0,28 Y^D_{t-1} + 0,009 W_{t-1} - 0,02 BR_t - 0,45 V_t$$

(-0,25) (10,79) (5,09) (0,92) (-0,1) (-0,29)

Período: 1960 a 1982 (datos trimestrales), $R^2 > 0,99$, () = "t"

C: Gasto agregado en consumo.

G: Ganancias totales de capital.

Y^D : Renta disponible.

BR: Beneficios retenidos netos.

W: Riqueza de final de período.

V: Tasa de desempleo.

P. Howrey - S. Hymans (1978)¹¹

Período: 1951 a 1974¹²

	Con ahorro personal definido en sentido restringido: S.	$S_1 = S + \text{gasto}$ en viv. propia	$S_2 = S_1 + \text{gasto en bienes}$ duraderos de consumo.
Propensión a consumir.			
Dividendos, intereses y salarios.	0,722	0,656	0,479
Beneficios retenidos	0,484	0,170 (apenas signific.)	0,095 (apenas signific.)

9. Variables deflactadas por el nivel de precios de 1958 y por la población.

10. En dólares de 1972.

11. Ver nota 8.

12. Las variables utilizadas en las ecuaciones originales, explicativas del ahorro personal, estaban expresadas en unidades monetarias del año 1967, deflactadas por la población.

TABLA 2

TRABAJOS SOBRE LA FUNCION CONSUMO CON INCLUSION DE
BENEFICIOS RETENIDOS (OTROS PAISES Y AREAS)

E. Malinvaud (1986) Francia¹³. Período: 1960 a 1983.

$$C_t = 0,45 Y_t^D + 0,29 Y_{t-1}^D + 0,12 (W_t + Tr_t) + 0,01 (W_{t-1} + Tr_{t-1})$$

(0,09) (0,09) (0,09) (0,08)

$$+ 0,55 S_{EMP\ t} - 0,25 S_{EMP\ t-1} + 0,28 S_{PUB\ t} - 0,29 S_{PUB\ t-1} - 0,31 I_t + 0,15 r_t$$

(0,17) (0,24) (0,14) (0,1) (0,45) (0,09)

D - W = 2,52

() : Desviación típica.

C: Gasto agregado
en consumo.

Y^D : Renta disponible.

W: Salarios.

Tr: Transferencias.

S_{EMP} : Ahorro neto de
empresas.

S_{PUB} : Ahorro público.

I: Inversión en vivienda.

r: Tipo real de interés.

A. Marchante (1986). 13 países de la O.C.D.E. Período 1964 a 1980¹⁴

Propensión a consumir en el largo plazo

Salarios	86,1%
Dividendos e intereses	61,5%
Beneficios retenidos	46,4%

La mayor propensión al consumo observada de dividendos que de beneficios retenidos, se explica económicamente por:

1.— La imperfección del mercado de capitales para recoger la totalidad del ahorro de empresas como ganancias de capital del período, ya que las cotizaciones bursátiles, a diferencia de lo enunciado por M. Miller — F. Modigliani (1961)¹⁵ no suelen ser independientes de la distribución de los beneficios entre dividendos y ahorro de empresas. Normalmente, el mercado de capitales prima el reparto.

Además, las cotizaciones bursátiles se ven afectadas por otros factores, como la especulación o el tipo de interés juzgado “normal”, así como por la instrumentación de la Política Monetaria.

13. Variables expresadas en precios constantes de 1970 y divididas por el número de economías domésticas (el gasto en consumo incluye bienes duraderos).

14. Las propensiones al consumo se deducen de sus ecuaciones explicativas del ahorro privado. Las series de datos fueron deflactadas por el I.P.C. y expresadas en dólares U.S.A. constantes per cápita, a los tipos de cambio y nivel de precios de 1975.

15. Para M. Miller — F. Modigliani, la política de dividendos no afecta al valor presente de las acciones. La política de dividendos a lo único que afecta es a la distribución de los rendimientos de los accionistas entre dividendos y ganancias de capital.

Lo anterior origina que, normalmente, el ahorro de empresas no conlleve una mayor valoración bursátil de cuantía equivalente, con lo que obtendremos un valor monetario de los beneficios retenidos que, a diferencia del valor monetario fijo de los dividendos, mostrará oscilaciones¹⁶.

2.— Los beneficios retenidos tienen un mayor componente de renta transitoria que los dividendos, fruto de las políticas de dividendos de las empresas que evitan el reparto de beneficios transitorios.

III. LA FUNCIÓN CONSUMO CON INCLUSIÓN DE BENEFICIOS RETENIDOS: EL CASO DE ESPAÑA.

La importancia del ahorro de empresas en nuestro país se puede comprobar en la Tabla 3, donde se desglosa el ahorro privado en sus dos componentes: ahorro de economías domésticas y ahorro de empresas.

El efecto de ese ahorro de empresas en el gasto agregado en consumo ha sido estudiado por varios autores.

Así, A. Marchante, en el trabajo antes citado, obtiene en su ecuación explicativa del ahorro privado, un coeficiente en la variable ahorro de empresas que a corto plazo, para el caso de España, es significativo y de valor ligeramente superior a la unidad.

Esto equivale a una propensión marginal al consumo, respecto a beneficios retenidos, de valor negativo¹⁷.

Por su parte J.A. Herce (1986), con el fin de comprobar el grado de sustitución entre los componentes del ahorro privado, estima una ecuación explicativa del ahorro de economías domésticas, en donde una de las variables independientes era el ahorro de empresas.

En esa ecuación, el coeficiente de ahorro de empresas no era significativo. El mayor o menor ahorro de empresas afecta a la renta disponible pero no al ahorro personal¹⁸.

La especificación de la ecuación explicativa del ahorro de economías domésticas realizada por Herce, sólo nos permite conocer si existe o no la perfecta sustitución entre los componentes del ahorro privado neto, pero no nos indica ni la propensión al consumo de la renta disponible (o dividendos) ni la correspondiente a beneficios retenidos netos.

Como complemento al trabajo de Herce (y Marchante) hemos estimado, para el período que va de 1964 a 1985, una Función Consumo

16. La "q" de Tobin o el ratio de valoración del Teorema Neo-Pasinetti de Kaldor (1966) difícilmente serán iguales a la unidad.

17. Ver ecuaciones [1] y [3] explicativas del gasto en consumo y del ahorro privado.

18. En esa ecuación, estimada para el período 1966 a 1983, las otras variables independientes eran: el ahorro público y una variable que recogía la tasa de crecimiento del P.I.B. real.

TABLA 3

AHORRO DE ECONOMÍAS DOMÉSTICAS Y AHORRO DE EMPRESAS*
(millones de ptas. corrientes)

Año	Ahorro de empresas bruto	Ahorro de empresas** neto	Ahorro de economías domésticas neto.
1970	320.205	95.517	207.883
1971	371.339	120.561	252.744
1972	430.253	153.469	295.939
1973	496.017	170.559	373.884
1974	623.634	211.875	456.980
1975	678.215	173.971	523.001
1976	790.389	183.557	553.408
1977	1.021.912	252.835	603.622
1978	1.392.150	459.589	840.375
1979	1.628.256	489.616	896.437
Fuente: C.N.E. (1983) Base 1970: 1970-1980, 1981: prov., 1982: avance.			
1980	1.843.112	304.884	1.253.917
1981	1.698.255	-142.651	1.471.433
1982	1.983.461	-164.632	1.787.982
1983	2.213.607	-297.733	1.907.434
1984	3.181.787	300.248	2.065.378
1985	3.661.205	465.269	2.471.885

Fuente: C.N.E. (1987) Base 1980: 1980-1984; 1985: prov., 1986: avance.

* Incluye empresas financieras.

** Todo el consumo de capital fijo se ha imputado a empresas.

agregado con inclusión de beneficios retenidos netos.

Esa Función Consumo se ha estimado bajo diversas especificaciones, en donde las variables utilizadas tienen el siguiente significado¹⁹:

19. Los datos de las distintas variables macroeconómicas, en cuanto que provienen de diversas fuentes, se han debido homogeneizar utilizando diversos coeficientes.

Así,

Renta Disponible:

1964-69 C.N.E. 70 (años 1964-76). Sobre las cifras de esos años se ha calculado el 83% de su valor, para homogeneizarlas con las de los siguientes años.

1970-84 Informe anual B.E. 1980.

1985 Se ha calculado respecto de la del año anterior, con un crecimiento del 2% en términos reales, más un crecimiento del 8,8% de los precios.

Consumo Privado

1964-69 C.N.E. 70 (años 1964-1976).

1970-79 C.N.E. 70 (años 1970-80).

1980-85 C.N.E. 80 (años 1980-85).

Los datos del período 1964-79 han sido engarzados con la serie C.N.F. 80, multiplicándolos por el coeficiente 0,95.

Ahorro de empresas: Ver Tabla 3.

Los datos del período 1964-79 han sido engarzados con la serie C.N.E. 80, multiplicándolos por el coeficiente 0,95.

C: Consumo privado interior en ptas. de 1980.

Y^D : Renta disponible en ptas. de 1980.

S_{EMP} : Ahorro neto de empresas, en ptas. de 1980.

K: Stock de capital de final de período, en ptas. de 1980²⁰.

De la observación de los valores que toman los parámetros en esas regresiones (Tabla 4) podemos afirmar:

TABLA 4

ECUACIONES ESTIMADAS PARA LA ECONOMIA ESPAÑOLA*

$$C_t = 28,3 + 0,70 Y^D_t + 0,038 K_{t-1} - 0,01 S_{EMP\ t} \quad [1]^{**}$$

(0,46) (40,6) (12,11) (-0,14) D-W: 2,23

$$C_t = -114,88 + 0,70 Y^D_t + 0,039 K_t - 0,042 S_{EMP\ t} \quad [2]$$

(-1,239) (24,82) (7,29) (-0,38) D-W: 1,68

$$C_t = 0,70 Y^D_t + 0,039 K_{t-1} + 0,005 S_{EMP\ t} \quad [3]$$

(41,57) (13,39) (0,088) D-W: 2,20

$$C_t = 0,71 Y^D_t + 0,036 K_t - 0,12 S_{EMP\ t} \quad [4]$$

(25,72) (7,6) (-1,35) D-W: 1,61

$$C_t = 11,51 + 0,71 Y^D_t - 0,017 Y^D_{t-1} + 0,039 K_{t-1} - 0,011 S_{EMP\ t} \quad [5]$$

(0,13) (12,69) (-2,29) (10,18) (-0,15) D-W: 2,26

$$C_t = -21,4 + 0,73 Y^D_t + 0,04 K_{t-1} - 0,014 S_{EMP\ t} - 0,06 C_{t-1} \quad [6]$$

(-0,2) (10,59) (5,8) (-0,2) (-0,58) D-W: 2,28

$$C_t = 846,6 + 1,02 C_{t-1} - 0,016 K_{t-1} + 0,18 S_{EMP\ t} \quad [7]$$

(4,6) (13,97) (-1,26) (0,96) D-W: 1,85

* Los valores entre paréntesis corresponden a "t".

** Los R^2 hallados son mayores que 0,99.

20. La serie de capital productivo se ha obtenido a partir del valor del stock de capital conocido para el año 1965, y calculando el de años siguientes mediante la adición de la inversión neta de cada año.

1.— En las ecuaciones en las que se incluye la renta disponible como variable independiente, y se estiman con término constante, el ahorro de empresas tiene valor negativo muy pequeño y apenas significativo²¹.

De acuerdo con la estimación de esas ecuaciones, el consumo depende casi exclusivamente de la renta disponible y riqueza.

2.— Es sorprendente que cuando se estima la Función Consumo sin término constante, en algún caso (Ecuación 4) esto proporciona un valor del coeficiente de ahorro de empresas negativo, de valor (absoluto) no desdeñable y significativo.

Sin embargo, se debe tener en cuenta que eso sucede cuando se introduce la riqueza de final de período, y no se mantiene cuando se sustituye esa variable riqueza de final de ejercicio por la de inicio (Ecuación 3).

3.— La introducción de la variable consumo retardado, sólo proporciona valores significativos para dicha variable cuando se elimina como variable independiente la renta disponible (Ecuación 7).

En este último caso, el coeficiente de la variable ahorro de empresas es positivo, pero sin gran significatividad.

Los resultados sugieren que la propensión al consumo de beneficios retenidos es de valor pequeño y no significativo, siendo la renta disponible la variable representativa de la "renta" que tienen en cuenta las economías domésticas al realizar su gasto en consumo.

Quizás seamos capaces de comprender la nula cuando no negativa propensión al consumo de beneficios retenidos, si recordamos la dependencia, en valor, de los beneficios retenidos respecto a las cotizaciones bursátiles²².

Con referencia a esas cotizaciones V. Salas — M. Espitia (1985) señalan que la disminución en el reparto de dividendos es la variable más importante para explicar el declive de la "q" de Tobin, del período 1966-1974 al período 1975-1981.

De igual modo, A. Argandoña (1987) y otros, opinan que la caída de la Bolsa producida en ese período (años 70) parecía exagerar la desvalorización del stock de capital productivo realmente ocurrida.

En suma, parece bastante claro que en España los beneficios retenidos tienen un efecto fuertemente contractivo en el gasto en consumo. La propensión al consumo de esos beneficios retenidos es tan próxima a cero, que se puede formular una Función Consumo agregado en la que

21. Ecuaciones 1, 2, 5, 6.

22. Cuando esas cotizaciones sufren fuertes oscilaciones, el componente transitorio del ahorro de empresas es muy importante, con los efectos subsiguientes en el consumo y ahorro personal.

las únicas rentas relevantes sean las distribuidas.

Ahora bien, los efectos del ahorro de empresas sobre el gasto agregado dependerán de la particular materialización de ese ahorro de empresas: inversión de la empresa, devolución de deuda, adquisición de activos financieros a corto y largo plazo...

IV. CONCLUSIONES Y EXTENSIONES

De lo expuesto en las páginas anteriores podemos deducir un fuerte efecto contractivo del ahorro de empresas en el gasto agregado en consumo²³.

Es el mercado de capitales, con la volatilidad de sus cotizaciones, el que puede explicar, por lo menos parcialmente, la menor propensión al consumo de beneficios retenidos.

Unas puntualizaciones finales.

La primera es que reconocemos se debe seguir estudiando el efecto del ahorro de empresas en el gasto en consumo, mediante especificaciones más detalladas de la Función Consumo.

Asimismo, debemos señalar que el siguiente paso a realizar lo constituye la determinación de los factores que inciden en un mayor o menor reparto de beneficios. En particular, los efectos que la inversión deseada ejerce en esas políticas, o si esa inversión se ve condicionada por las mismas.

Finalmente, es obligado mencionar que para estimar la Función Consumo se han utilizado datos de agregados macroeconómicos contables sin ajustar por inflación.

En períodos inflacionarios los datos contables muestran un ahorro de empresas infravalorado y un ahorro de economías domésticas sobrevalorado, como consecuencia de considerar todos los pagos por intereses realizados por las empresas como gasto corriente de éstas e ingreso de las economías domésticas.

El que hayamos estimado una Función Consumo a partir de datos contables sin ajustar, se justifica porque pensamos que esos datos contables reflejan los ingresos que creen obtener gran parte de las economías domésticas y el ahorro que creen realizar las empresas.

23. El ahorro de empresas actúa como una filtración del flujo circular similar a la de impuestos.

REREFENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDO, A. — MODIGLIANI, F. (1963): "The life cycle hypothesis of saving: aggregate implications and tests". *American Economic Review*, Mayo.
- ARGANDOÑA, A. (1987): *La evolución del ahorro en España: la experiencia reciente*. Documentos de Trabajo. Facultad de C.C.E.E. Universidad de Barcelona, 1987.
- AUERBACH, A. (1982): *Issues in the Measurement and Determinants of Business Saving*. N.B.E.R. Working Paper Series. Working Paper n: 1024. Noviembre.
- BRUMBERG, R. (1956): "An approximation to the aggregate saving function". *The Economic Journal*. Marzo.
- DAVID, P. — SCADDING, J.L. (1974): "Private savings: Ultrarationality, Aggregation and Denison's Law". *Journal of Political Economy*. Vol. 82.
- DENISON, E.F. (1958): "A note on Private Saving". *The Review of Economics and Statistics*. Vol. 40. Agosto.
- FELDSTEIN, M. (1973): "Tax incentives, corporate saving and capital accumulation in the United States". *Journal of Public Economics*. Vol. 2. n: 2. Abril.
- FRIEDMAN, M. (1957): *A Theory of Consumption Function*. N.B.E.R.
- HARROD, R. (1966). Ed. original: 1948. *Hacia una Economía Dinámica*. Ed. Tecnos.
- HERCE, J.A. (1986): *El ahorro en España: 1964 a 1984*. Fundación Empresa Pública. Programa de Investigaciones Económicas. Documento de Trabajo 8610.
- HOWREY, P. — HYMANS, S. (1978): "The Measurement and Determination of Loanable Funds Saving". *Brooking Papers on Economic Activity*. (3)
- KALDOR, N. (1955): "Alternative Theories of Distribution". *The Review of Economic Studies*. Vol. XXIII. Recopilado en: *Teoría del capital y la distribución*. de Oscar Braun. Ed. Tiempo Contemporáneo.
- (1966): "A Neo-Pasinetti Theorem". *The Review of Economic Studies*. Octubre.
- KEYNES, J.L. (1976). Ed. Original: 1936. *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero*. F.C.E.
- MALINVAUD, E. (1986): "Pure Profits as Forced Saving". *Scandinavian Journal of Economics*. 88(1). Comentarios de A. Lindbeck y E. Lundberg.
- MARCHANTE, A. (1986): "Un análisis de los efectos de los beneficios societarios no distribuidos sobre el ahorro personal". *Revista Española de Economía*. Vol. 3. n: 2.
- MILLER, M. — MODIGLIANI, F. (1961): "Divident Policy, growth, and the valuation of shares". *The Journal of Bussines*. Octubre.
- MODIGLIANI, F. (1970): "The life-cycle hypothesis of saving and intercountry differences in the saving ratio" en: *Induction growth and trade. Essays in honor of R. Harrod*. En W.A. Eltis y otros.
- MODIGLIANI, F. — BRUMBERG, R. (1954): "El análisis de la Utilidad y la Función de Consumo: una interpretación de las muestras cruzadas" en: *Economía Poskeynesiana*. Ed. por K.K. Kurihara. Ed. Aguilar, 1964.
- SALAS, V. — ESPITIA, M. (1985): *Valoración de activos y coste del capital en la empresa española no financiera*. Departamento de Economía de la Empresa. Universidad de Zaragoza. Octubre.